

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**ANÁLISE DO VALOR DE UMA EMPRESA: O CASO
DA IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTER
S.A.**

BIANCA HONIGMAN

Matrícula nº 108019096

ORIENTADOR: Prof. Manuel Alcino Ribeiro da Fonseca

Março 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**ANÁLISE DO VALOR DE UMA EMPRESA: O CASO
DA IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTER
S.A.**

BIANCA HONIGMAN

Matrícula nº 108019096

ORIENTADOR: Prof. Manuel Alcino Ribeiro da Fonseca

Março 2012

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do (a) autor (a).

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, minha irmã, meu namorado e meus amigos por todo apoio dado ao longo desses quatro anos. Agradeço também, ao Instituto de Economia da UFRJ, que proporcionou todo o aprendizado ao longo da minha formação em economia, e ao professor Manuel Alcino, que com muita dedicação me orientou ao longo dessa monografia.

RESUMO

Esse trabalho tem como objetivo encontrar o valor de uma empresa através do modelo de fluxo de caixa descontado, método amplamente discutido por diversos autores. A empresa escolhida para o estudo de caso foi a Iguatemi Empresa de Shopping Center S.A, empreendedora e administradora de diversos shopping centers no Brasil. O setor, conforme foi analisado, apresentou forte crescimento nos últimos anos, se beneficiando das condições econômicas favoráveis do país. O trabalho se encerra com a projeção do fluxo de caixa da Iguatemi, com objetivo de se encontrar o valor justo da empresa e o potencial de valorização do investimento, mas, para isso, é importante estudar não só as características particulares da Iguatemi, mas também as do setor a fim de entender quais são os principais potenciais de crescimento e principais riscos associados à empresa.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	7
I. CONCEITOS DE “VALUATION” – O MÉTODO DO FLUXO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	9
1.1 Introdução à Avaliação de Ativos.....	9
1.2 Fluxo de Caixa Descontado	9
1.2.1 Fluxo de caixa ao Acionista	10
1.2.2 Fluxo de Caixa para Firma	12
1.3 A taxa de desconto.....	13
1.3.1 CAPM – Taxa de desconto para o acionista	14
1.3.1.1 Taxa livre de risco.....	14
1.3.1.2 Beta (β).....	15
1.3.1.3 Prêmio de risco do mercado ($R_m - R_f$):	16
1.3.2 WACC - Taxa de desconto para firma.....	17
II. O SETOR DE SHOPPING CENTER.....	18
2.1 Definição e panorama atual	18
2.2 Dinâmica de funcionamento de um Shopping center	20
2.2.1 Estrutura de um shopping center	20
2.2.1.1 “Stakeholders” – partes relacionadas.....	20
2.2.1.2 Principais Contratos Celebrados	23
2.3 Principais linhas de receitas e despesas do empreendedor	25
III. IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTER S.A	28
3.1 Histórico da empresa	28
3.2 Estrutura Societária.....	30
3.3 Estratégias e Vantagem Competitivas.....	31
3.3.1 Foco no crescimento de suas atividades.....	32
3.3.2 Controle de Custos com foco em eficiência operacional	32

3.3.3	Marca altamente reconhecida e forte relacionamento com os lojistas	32
3.3.4	Relacionamento Comercial com lojistas	33
3.4	Fatores de Risco	33
IV.	ESTUDO DE CASO – “VALUATION”	35
4.1	Receita Bruta	35
4.1.1	Receita de Aluguel.....	36
4.1.2	Estacionamento.....	37
4.1.3	Receitas Comerciais.....	37
4.1.4	Receitas de serviços	38
4.2	Receita Líquida	39
4.3	Custos dos Aluguéis e Serviços e Despesas Administrativas.....	39
4.4	Projetos Greenfields.....	40
4.5	Lucro Líquido	42
4.6	Fluxo de Caixa Livre ao Acionista	43
4.7	Taxa de desconto	44
4.7.1	Taxa livre de risco (R_f)	44
4.7.2	Beta	44
4.7.3	Premio de Risco.....	44
4.7.4	Valor justo	46
	CONCLUSÃO	47
	BIBLIOGRAFIA	48

INTRODUÇÃO

O fluxo de caixa descontado é o método amplamente utilizado para determinar o valor de diferentes classes de ativos. Nele, são projetados os fluxos de caixa gerados pelo ativo analisado até a perpetuidade e esses fluxos são descontados por uma taxa que considere adequadamente o risco potencial associado ao ativo em questão. No trabalho, o ativo analisado é a Iguatemi Empresa de Shopping center S.A. Pioneira do setor, com mais de 30 anos de experiência na indústria, é uma das maiores e mais tradicionais empreendedoras e administradora de shopping center do Brasil.

Os bons indicadores da economia brasileira, com elevação do emprego formal, da renda dos trabalhadores e disponibilidade de crédito, mantiveram o crescimento do consumo no País. Esses elementos influenciaram positivamente os diversos segmentos varejistas, entre os quais aqueles que operam nos shopping centers. Porém, cabe destacar que a indústria de shopping tem crescido de forma mais vigorosa. Nos últimos cinco anos, de acordo com a ABRASCE, enquanto o varejo em geral registrou aumento no volume de vendas de 41,7%, as vendas nos shopping centers cresceram 91,2%, praticamente dobrando de tamanho no período.

O objetivo do trabalho é encontrar o valor justo da empresa Iguatemi através do método do fluxo de caixa descontado. Para isso, é preciso também, analisar o setor que a empresa está inserida, suas principais características e especificidades. Dessa forma, essa monográfica encontra-se dividida de seguinte forma:

No primeiro capítulo será estudado o método de fluxo de caixa descontado, conhecido também como “Valuation”. Serão apresentadas as principais definições do método e suas variáveis.

O objetivo do segundo capítulo é entender o setor de shopping center. Serão apresentadas as principais características e a evolução do setor. A definição dos agentes “stakeholders” envolvidos na operação também é de extrema importância para entender quais são as principais linhas de receitas e despesas de uma empresa que atua no setor.

O terceiro capítulo é referente à empresa analisada. O histórico da empresa, sua estrutura societária, a estratégia e vantagens competitivas.

Por último, o quarto capítulo, se destina a projetar o fluxo de caixa da empresa Iguatemi, com base no seu demonstrativo de resultado e explicitando as premissas utilizadas para as projeções futuras. Esse fluxo trazido a valor presente pela taxa de desconto a ser calculada também nesse capítulo, possibilitará a determinação do valor justo da empresa.

I. CONCEITOS DE “VALUATION” – O MÉTODO DO FLUXO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

1.1 Introdução à Avaliação de Ativos

O estudo de “Valuation”, ou avaliação de ativos, tem como finalidade analisar o objeto em questão, seja ele um projeto ou uma empresa, e determinar o valor justo do mesmo, que não necessariamente será um valor único, podendo ser um intervalo de preços. Tal valor servirá de suporte à tomada de decisão em relação à realização de um investimento. A precificação de ativos é uma técnica de grande importância no mundo financeiro e também muito intrigante, já que não existe um método ou uma resposta que possa ser considerada como a única correta. Para isso é importante levar em consideração tanto as condições específicas desse ativo como o contexto macroeconômico em que ele está inserido.

Existe uma variedade de metodologias com a finalidade de encontrar o “valor justo” de um ativo. Damodaran (1997, cap1.) destaca três grandes grupos de metodologias:

1. Fluxo de caixa descontado: tem como objetivo projetar a futura geração de caixa de uma empresa trazendo esses valores para o presente utilizando uma taxa de desconto.
2. Avaliação relativa ou por múltiplos: procura auferir o valor de uma empresa adotando o método de comparação com similares. É uma avaliação relativa na qual se compara a razão entre os preços e alguma variável comum (lucro, vendas e etc).
3. Avaliação por direitos contingentes (“contingent claims”): A análise se baseia no modelo de precificação de opções para estabelecer o valor de ativos que compartilham características de opções.

Dentre todos os métodos de precificação de ativos, o fluxo de caixa descontado é o mais utilizado atualmente. É considerado o método mais completo e o que gera o melhor custo benefícios para o analista. Esse foi o método escolhido para avaliar a Iguatemi Empresa de Shopping center S.A.

1.2 Fluxo de Caixa Descontado

O modelo de fluxo de caixa descontado é aplicado desempenhando duas etapas essenciais e de suma importância para se chegar ao valor justo do ativo:

- a) Projetar os fluxos de caixa gerados pelo ativo até a perpetuidade;

- b) Determinar, através do método CAPM que será abordado adiante, a taxa de desconto que será utilizada para trazer os fluxos a valor presente.

$$VPL = \frac{\sum CFT}{(1+r)^t}$$

Onde:

VPL= Valor presente líquido

$\sum CFT$ = Somatório dos fluxos de caixa projetados até o ano t.

r = taxa de desconto.

Damodaran (2007, pg.10) aborda algumas limitações do método de fluxo de caixa descontado, entre elas a quantidade de informações necessárias para avaliar um ativo pelo método e a capacidade de manipulação que detém o analista de forma a conseguir gerar estimativas de valor sem nenhuma relação com o valor intrínseco. Tais limitações podem ser agravadas em caso no qual a empresa detém ativos não utilizados, possui patentes de alto valor, se encontra em dificuldades financeiras ou em processo de reestruturação ou aquisição.

Existem duas abordagens para a precificação de ativos através do método de fluxo de caixa descontado: o fluxo de caixa livre ao acionista e o fluxo de caixa livre à empresa. Essas duas abordagens serão resumidas a seguir.

1.2.1 Fluxo de caixa ao Acionista

Conhecido pela sigla, em inglês, FCFE (“free cash flow to equity”) é o fluxo de caixa residual para o acionista após honrar todos os seus compromissos financeiros, custos operacionais, impostos, investimentos na empresa e inclusive o pagamento de compromissos aos credores (juros e principal). Ou seja, contempla apenas o que deve ser distribuído para os acionistas.

Em termos de equação, pode ser descrito da seguinte forma:

(+) Receitas de vendas e/ou serviços

(-) Impostos sobre receitas

(-) Custo e despesas operacionais

(-) Depreciação

(+/-) Receitas/Despesas financeiras

(+/-) Aumento ou redução do capital de giro

(-) Imposto de renda

(+) Depreciação

(-) Investimento

(+) Empréstimos

(-) Pagamento de juros

= FCFE

Essa metodologia revela o valor da empresa sob a ótica de seus acionistas (é também conhecido como valor de mercado). A taxa de desconto a ser utilizada para trazer o fluxo a valor presente deve representar a expectativa de retorno dos acionistas que investiram na empresa em questão e o risco associado a ela. Essa taxa de desconto é conhecida como custo de capital próprio, em inglês, *cost of equity* (K_e). O modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) é a referência para o cálculo da taxa de desconto e será abordado mais adiante.

Segundo Damodaran:

“O modelo de FCFE trata o acionista de uma empresa de capital aberto como o equivalente ao proprietário de um negócio privado. Este pode reivindicar os seus direito sobre todo o fluxo restante, após impostos, pagamento de dívidas e necessidades de reinvestimentos.”
(DAMODARAN 2007, pg.120)

A equação que representa o cálculo do valor presente pelo método de FCFE é a seguinte:

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t}$$

Onde:

n = vida útil do ativo

FCF_{Et} = Fluxo de caixa para o acionista no período t

K_e = custo do capital próprio

O fluxo de caixa para o acionista será a abordagem escolhida para o “valuation”.

1.2.2 Fluxo de Caixa para Firma

Conhecido como FCFF (“free cash flow to firm”) tem como objetivo calcular o valor da empresa tanto para o acionista como para os credores. A grande diferença entre o fluxo de caixa para o acionista e o fluxo de caixa para a firma é que o primeiro baseia-se no lucro líquido e o segundo no EBI – “earning before interest”. Ou seja, o pagamento de juros e emissões de dívidas é considerado no fluxo. Dessa forma, conclui-se que o FCFF é o fluxo de caixa residual gerado pela empresa após os custos operacionais e investimentos.

Em termos de equação pode ser descrito da seguinte forma:

(+) Receitas Operacionais

(-) Imposto sobre receita

(-) Custos Operacionais

(-) Depreciação

(+/-) Receita/Despesa Financeira

(+/-) Aumento/Diminuição do capital de giro

(-) Imposto de renda

(+) Depreciação

(-) Investimento

= FCFF

O fluxo de caixa para a firma mede a capacidade da empresa de gerar caixa independente da fonte de recursos utilizada para isso. Como tanto o pagamento de juros como a emissão de dívidas estão contempladas no fluxo, a taxa de desconto deve refletir os riscos e as expectativas tanto dos acionistas como dos credores. Dessa forma, é importante que a taxa de desconto englobe o custo de cada fonte de capital (próprio e de terceiros) ponderado por sua respectiva participação na estrutura de financiamento da empresa. Essa taxa é conhecida com WACC (“weighted average cost of capital”) e será abordada adiante.

Portanto, a equação que representa o cálculo do valor presente pelo método de FCFF é:

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

n = vida útil do ativo

FCFF_t = Fluxo de caixa livre à empresa no período t

WACC = custo médio ponderado do capital

1.3 A taxa de desconto

Determinar a taxa de desconto é uma das etapas mais críticas da análise. Essa deve refletir o grau de risco associado ao fluxo de caixa, tornando, portanto a sua definição de extrema importância para a correta avaliação da empresa. Povia (2007, pg.137) define essa etapa da seguinte forma: “O cálculo da taxa de desconto provavelmente é a parte mais intrigante e fascinante da análise do valor justo de uma ação. Intrigante por envolver variáveis que interagem entre si. Fascinante porque, definitivamente, nunca existe uma resposta cientificamente correta.”

Conforme já mencionado e descrito por Damodaran (2007, Cap.2), para o fluxo de caixa para o acionista, a taxa de desconto utilizada é o custo do capital próprio (K_e), que é aquele no qual os investidores do patrimônio líquido de um negócio esperam incorrer em seus investimentos. Enquanto no modelo de fluxo de caixa livre à empresa, essa taxa corresponde ao custo médio ponderado de capital (WACC), ou seja, estimam-se os custos dos componentes que estão fora do patrimônio líquido como as dívidas.

1.3.1 CAPM – Taxa de desconto para o acionista

Para determinar a taxa de desconto do acionista, ou seja, o custo do capital próprio, o modelo mais recomendado e utilizado pelos analistas é o CAPM – Capital Asset Pricing Model. Esse é considerado o modelo padrão para mensuração de risco em finanças conforme explica Damodaran (2007, pg.22).

Conforme mencionado por Póvoa (2007, pg.140), o modelo assume quatro principais premissas:

- a) Inexistência de custo de transação;
- b) Simetria de informação no mercado;
- c) Total liquidez de compra e venda nos mercados;
- d) Possibilidade de diversificação total do risco específico da ação.

Apesar de essas hipóteses afastarem o modelo CAPM do mundo real e o transformarem em um modelo mais simples, ele ainda tem a relação custo/benefício melhor do que adotar algo mais complexo na qual erros de estimativas eliminariam qualquer benefício desses modelos mais complexos. Uma alternativa bastante utilizada é rebuscar o simples modelo CAPM através de ajustes ao coeficiente Beta.

O modelo CAPM é obtido através de uma equação que demonstra a relação entre retorno esperado e beta, conforme descrito abaixo:

$$K_e = R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Onde;

K_e = custo do capital próprio

R_e = retorno exigido do ativo i

R_f = Taxa de retorno livre de risco

B = Beta

$(R_m - R_f)$ = prêmio de risco do mercado

1.3.1.1 Taxa livre de risco

Um ativo livre de risco é caracterizado como aquele que o investidor conhece o retorno esperado com certeza, ou seja, o retorno real deve ser idêntico ao previsto. (Damodaran 2007, pg.24) E para um investimento ser classificado dessa forma, duas condições devem ser

atendidas: Não pode haver nenhum risco de inadimplência e não pode haver nenhuma incerteza sobre as taxas de retorno, o que implica que o investidor mantém sua posição até o vencimento.

Na maior parte das vezes, são utilizados títulos emitidos pelo governo, já que, por serem emissores de moeda, o risco de não honrarem seus compromissos é muito baixo. Porém, é importante ressaltar, que nem todos os países podem ser considerados livres desse risco, o que torna a análise muito mais difícil em certas moedas.

Roy Martelanc et.al (2005, pg.138) destaca que é aconselhável utilizar apenas taxas de títulos de dez anos pelo seguinte motivos: é uma taxa de longo prazo que, em geral, é próxima em extensão temporal dos fluxos da empresa que está sendo avaliada. Nos Estados Unidos, é comum utilizar o título de longo prazo do tesouro norte americano, como o *Treasury Notes* com dez anos de duração, conforme destaca Povia (2007, pg.146). Damodaran também explica o uso dessa taxa de longo prazo:

“Como uma conciliação prática, porém, é válido notar que o efeito do valor presente de utilizar taxas livres de risco que variam de um ano para o outro tende a ser pequeno para maioria das bem comportadas estruturas a termo. Nesses casos, poderíamos usar uma estratégia de duração combinada, em que a duração do título livre de inadimplência usado com ativo é combinada com a duração dos fluxos de caixa da análise. A consequência lógica para as avaliações, em que fluxos de caixa estendem-se por um longo período (ou infinitamente), é que as taxas livres de risco utilizadas devem ser quase invariavelmente de longo prazo. Na maioria das moedas, geralmente há uma obrigação do governo de dez anos que serve como um indicador razoável para a taxa livre de risco.” (Damodaran, 2007, Pg. 24).

Em outros países, como o Brasil, costuma-se utilizar a taxa de juros livre de risco norte americana adicionado ao prêmio de risco do país, nesse caso o Risco - Brasil. Esse é o método descrito por Damodaran (2007, pg24), destacando o fato que dessa forma, o cálculo contempla o componente específico do risco do país em que a empresa atua.

1.3.1.2 Beta (β)

De acordo com a equação do CAPM, o Beta é o coeficiente angular da equação de regressão que mostra que dada uma variação de x, quanto y se modificará. Pode-se demonstrar que esse coeficiente é igual à covariância do retorno entre o ativo, e do retorno da carteira de mercado sobre a variância da carteira de mercado.

O coeficiente Beta mede o risco sistemático (específico) do ativo, reflete a variação da ação de uma empresa em relação à variação de um “benchmark”. Em outras palavras, empresas mais sensíveis às variações do mercado tendem a ter beta maiores do que aquelas menos sensíveis, nas quais a correlação com índice de mercado é menor.

No caso de empresas brasileiras listadas na bolsa, o “benchmark” utilizado é o índice Ibovespa e, o Beta da ação, é calculado através da regressão de seus retornos em relação ao retorno desse índice durante um ou dois anos anteriores à data da análise. Como no Brasil, esse índice de mercado é muito concentrado no setor de petróleo, mineração e comunicação, o calculo do Beta se torna imperfeito, levando a necessidade de realizar ajustes para adaptá-lo a realidade específica de cada indústria e empresa.

Conforme Damodaran (2007, pg. 33), o Beta pode ser estimado através da regressão, conforme explicado acima, mas, o autor, destaca algumas formas alternativas de se calcular o beta. Essas levam em consideração decisões fundamentais que as empresas tomam sobre o rumo de seus negócios:

- a) O tipo de negócio da empresa: Empresas cíclicas, ou seja, que tenham suas vendas concentradas em determinada época do ano ou que sejam mais sensíveis as condições gerais da economia, devem ter Betas mais elevados.
- b) Alavancagem operacional: O grau de alavancagem operacional é função da relação entre custos fixos e custos variáveis. Quanto maior é essa relação, maior a variabilidade no lucro em fases de prosperidade e recessão. Dessa forma, empresas com alta alavancagem operacional devem ter Betas mais altos.
- c) Alavancagem financeira: Outro fator de risco é o alto grau de alavancagem financeira (relação alta entre endividamento e capital próprio). O Beta é elevado devido a volatilidade no lucro provocada pela alavancagem.

1.3.1.3 Prêmio de risco do mercado ($R_m - R_f$):

O prêmio de risco do mercado deve ser interpretado como o retorno adicional exigido pelos investidores decorrente do risco de seu investimento. O calculo é baseado no histórico de diferença do retorno de mercado (R_m) e do rendimento do ativo livre de risco.

O prêmio de risco do mercado reflete a aversão ao risco dos investidores, ou seja, quanto maior for a aversão ao risco, maior será o prêmio exigido para se investir em ativos de risco ao invés do ativo livre de risco.

1.3.2 WACC - Taxa de desconto para firma

A taxa de desconto para a firma, conhecida como WACC (“Weighted Average Cost Capital”), é a média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros.

$$WACC = K_e (E/(D+E)) + K_d (D/(D+E))$$

Onde:

K_e : Custo do capital próprio

K_d : Custo do capital de terceiros, ou seja, é o custo da dívida descontado do ganho tributário. É a taxa na qual a empresa consegue captar empréstimos, e depende do risco de inadimplência associado à empresa (risco de crédito).

$E/(D+E)$: Proporção do capital próprio em relação ao capital total.

$D/(D+E)$: Proporção do capital de terceiros em relação ao capital próprio.

Para empresas com a probabilidade de modificações em sua estrutura de capital, se aconselha o uso do fluxo de caixa para firma, utilizando a taxa de desconto WACC (“Weighted Average Cost Capital”).

II. O SETOR DE SHOPPING CENTER

2.1 Definição e panorama atual

Hoje é impossível não mencionar os shoppings centers quando se estuda o padrão de consumo da sociedade contemporânea. Um ambiente que reúne serviços e lojas dos mais diversos segmentos, têm se tornado um dos principais destinos de compra e entretenimento das famílias brasileiras. De acordo com a Associação Brasileira de Shopping Center (ABRASCE), que é instituição que representa oficialmente o setor no País e tem como associados os principais empreendedores, administradores, prestadores de serviço e lojistas, em média 329 milhões de visitantes circularam nos shoppings mensalmente em 2010.

Para entender o mercado é importante diferenciar as características de um shopping, comparando-as com um simples estabelecimento composto por um conjunto de varejistas. Existem diversas definições de shopping center, Castello Branco et. al. (2008, pg.148), apresenta a visão da Associação Brasileira de shopping center:

“Empreendimento constituído por um conjunto planejado de lojas, operando de forma integrada, sob administração única e centralizada; composto de lojas destinadas à exploração de ramos diversificados ou especializados de comércio e prestação de serviços; estejam os locatários lojistas sujeitos as normas contratuais padronizadas, além de ficar estabelecido nos contratos de locação da maioria das lojas cláusula prevendo aluguel variável de acordo com o faturamento mensal dos lojistas; possua lojas-âncora, ou características estruturais e mercadológicas especiais, que funcionem como força de atração e assegurem ao shopping center a permanente afluência e trânsito de consumidores essenciais ao bom desempenho do empreendimento; ofereça estacionamento compatível com a área de lojas e correspondente afluência de veículos ao shopping center; esteja sob o controle acionário e administrativo de pessoas ou grupos de comprovada idoneidade e reconhecida capacidade empresarial.”

Ou seja, o shopping center é um espaço aberto ao público, onde esses buscam satisfazer suas necessidades de consumo e lazer, em um ambiente seguro. Conforme destacado pela definição da “ABRASCE”, o empreendedor e administrador são essenciais na garantia do sucesso do empreendimento, uma vez que é de sua responsabilidade planejar o conjunto de lojas locatárias, conhecido como mix de lojas. Esse deve ser diversificado e adequado

conforme a preferência do público alvo. Além disso, é de competência do administrador estabelecer que os locatários estejam sujeitos a normas contratuais padronizadas, visando à manutenção do equilíbrio da oferta com objetivo de assegurar a conveniência integrada. As lojas Âncoras, são aquelas que por classificação da “ABRASCE” tem ABL¹ maior que 1.000 m², e são os pólos de atração para o shopping, garantindo o fluxo de pessoas. Devido a esse importante papel, essas lojas, muitas vezes, possuem contratos especiais com benefícios que podem ser tanto em relação ao aluguel quanto ao pagamento dos encargos condominiais.

Castello Branco et. al (2008, pg. 150) descreve que, o negócio de shopping center pode ser compreendido como de renovação contínua, pois requer constantes pesquisas para definir novos formatos e estratégias de atuação, a fim de lidar com as mudanças na preferência do consumidor, assim como com o aumento da concorrência, fatores que geralmente levam a modificações expressivas ao longo do tempo.

O Brasil teve o seu primeiro shopping center há apenas 45 anos atrás, o shopping center Iguatemi em São Paulo, e, até outubro de 2011, já são 418 empreendimentos com no mínimo 5.000 m² de área bruta locável e administração centralizada, de acordo com a ABRASCE. Além disso, até o fim de 2011, é esperada a inauguração de mais 10 shoppings.

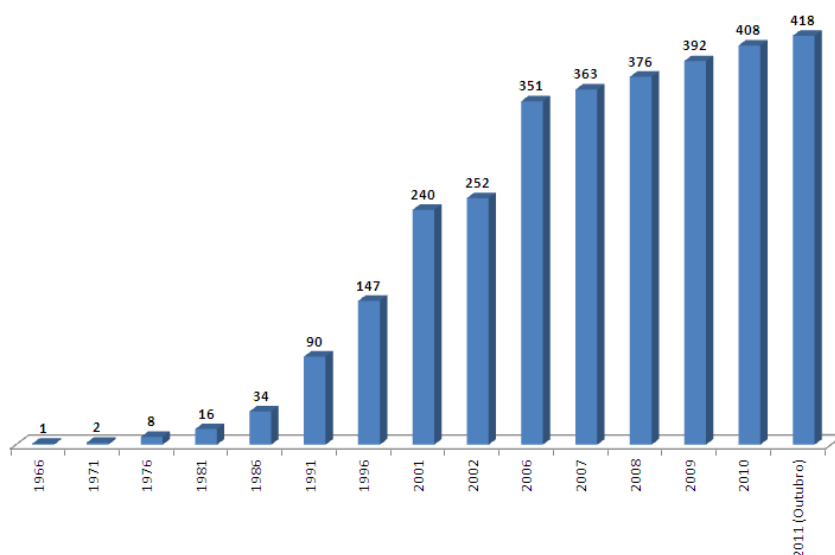


Gráfico 1 - Número de Shoppings no Brasil

Fonte: ABRASCE

¹ ABL: Área Bruta Locável. Somatório de todas as áreas, em m², disponíveis para locação e de propriedade dos empreendedores.

Segundo dados da ABRASCE, em 2010, o setor representou mais de 2% do Produto Interno Bruto, com faturamento de R\$ 87 Bilhões e, responsável por gerar cerca de 720.000 vagas de trabalho no país. O forte crescimento do setor está associado com as boas condições econômicas do país. O crescimento do crédito ao consumidor impacta favoravelmente o setor, elevando suas vendas. O aumento do emprego formal e principalmente, o aumento do poder aquisitivo das pessoas, são fatores que contribuem para a expansão do setor. Além disso, o ingresso de investimentos estrangeiros, decorridos em função da saturação dos mercados Americano e Europeu justifica o fortíssimo crescimento (gráfico 2).

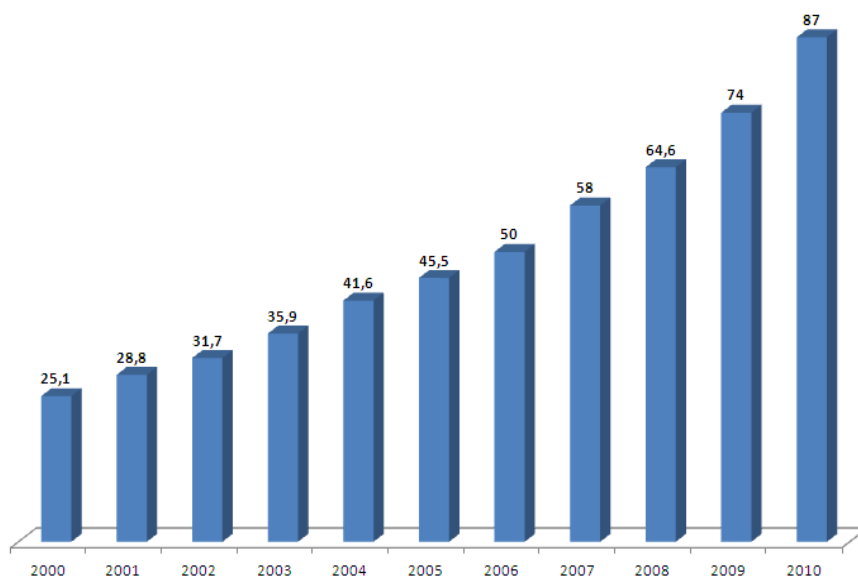


Gráfico 2 - Faturamento do Setor em Bilhões

Fonte: ABRASCE

2.2 Dinâmica de funcionamento de um Shopping center

O objetivo dessa sessão é esclarecer os principais aspectos da dinâmica da gestão de um shopping center. À primeira vista, o shopping center pode ser caracterizado como um simples negocio de locação de espaços. Porém, a dinâmica do setor é mais complexa, já que, não é uma simples relação entre locador e locatário, existem consumidores envolvidos e essenciais para o sucesso do empreendimento.

2.2.1 Estrutura de um shopping center

2.2.1.1 “Stakeholders” – partes relacionadas.

Na gestão de um shopping center, destaca-se quatro personagens principais que coexistem no cotidiano do empreendimento.

O primeiro deles é o empreendedor, ou seja, o dono do empreendimento. Pode ser uma única pessoa ou empresa, ou um conjunto de pessoas ou empresas reunidas formando o consórcio do empreendedor (entidade jurídica que representa o dono do empreendimento). Para o empreendedor, o shopping center é um investimento, sobre o qual ele busca obter retorno máximo através, principalmente, da exploração das LUCs (lojas de uso comercial), que são cedidas através de contratos para os lojistas.

Segundo João Augusto Basílio (2007, Pg. 56), o empreendedor participa de todas as etapas, desde a busca pelo terreno, implantação até a sua operação, destacando a relevância do papel do mesmo para o sucesso do shopping center. As despesas do empreendedor são relacionadas com investimentos permanentes, como as reformas de revitalização. É importante destacar que o dono do shopping center não arca com os custos operacionais, dentre eles, limpeza, manutenção e segurança.

A segunda parte interessada são os lojistas. Eles são os clientes diretos do empreendedor, que através da assinatura do contrato adquirem o direito de posse e uso sobre uma “LUC”. Sua receita é proveniente da venda de seus produtos/serviços para os consumidores que freqüentam o shopping. Como custos, além do aluguel de sua loja, arcam com as despesas do Condomínio dos Lojistas² que envolvem as despesas operacionais e de manutenção. Além disso, possuem uma contribuição compulsória para o Fundo de Promoção e Propaganda³.

A terceira parte interessada é o administrador. Esse pode ser relacionado diretamente com o empreendedor, ou seja, os próprios donos controlam diretamente a administração, ou, pode ser uma empresa terceirizada contratada (sem participação societária no empreendimento) para prestar o serviço de administração. Compete à administradora gerir as atividades do shopping center, de forma a propiciar a maior geração de resultado para o empreendedor. Dessa forma, deve disponibilizar toda infra-estrutura necessária para que os lojistas alcancem os melhores resultados. É de responsabilidade do administrador: distribuir estrategicamente ao longo do shopping o mix de lojas, cobrar e fiscalizar o pagamento do aluguel por parte dos lojistas, efetuar reparos necessários a estrutura integral do Shopping, propiciar um ambiente

² Condomínio dos Lojistas: Entidade sem fins lucrativos custeada pelos lojistas relacionadas às despesas de operação do Shopping center.

³ Fundo de Promoção e Propaganda: Entidade sem fins lucrativos responsável pela publicidade do Shopping center e por organizar eventos e campanhas.

seguro, agradável e limpo, definir horários de funcionamento das lojas entre outras funções necessárias para o bom funcionamento do shopping.

Castello Branco destaca a importância do administrador para o shopping center:

“Compete à administradora do shopping operacionalizar a gestão estratégica do empreendimento, algo muito além da simples administração do condomínio e do fundo de promoção, voltado para publicidade do centro de compras como um todo. Uma das funções mais importantes da administradora de um shopping é planejar o perfil setorial das lojas, para evitar concentração excessiva, bem como escolher, dentro de cada ramo de atividade, as redes que farão parte do empreendimento, a localização individual de cada loja e uma série de outros fatores que, em última análise, determinam o sucesso ou o fracasso do empreendimento como um todo.” (Castello Branco et.al., 2007, Pg. 161).

A remuneração da administradora é composta uma parte paga pela empreendedora, que é calcula através de um percentual (em geral de 3% a 7%) sobre o NOI⁴. Além disso, o administrador é remunerado pelo Condomínio dos lojista e Fundo de promoção e propaganda, entidades que estão sob sua responsabilidade. Essa remuneração é conhecida como taxa de gerenciamento e é rateada pelos lojistas.

Castelo Branco destaca a lógica da remuneração do administrador:

“... um dos papéis da administradora é exatamente o de conciliar os interesses de lojistas e empreendedores imobiliários, já que sua remuneração fundamenta-se num equilíbrio que só é possível se esses dois extremos da cadeia estiverem sendo remunerados adequadamente, na forma de lucros e aluguéis, e se o empreendimento administrado tiver sucesso.” (Castello Branco et.al, 2007, Pg. 162).

Por último, e de extrema relevância são os consumidores, uma vez que todo o planejamento e todas as estratégias realizadas são com objetivo de atrair e reter o maior número de clientes possível. Pode-se afirmar que o negocio como um todo é sustentado pelo fluxo constante de consumidores comprando e gerando renda para os lojistas. Dessa forma, o shopping center deve ser desenvolvido e planejado de acordo com o público alvo, que varia conforme a

4 NOI (Net Operating Income): Resultado operacional líquido = Receita operacional Bruta – Custo Operacional do Empreendedor (sem depreciação).

localização, e é fundamental que consigam de forma rápida e eficiente alinhar-se às mudanças nos padrões de consumo dos clientes.

2.2.1.2 Principais Contratos Celebrados

Contrato de Administração – entre empreendedor e administrador

É comum que proprietários deleguem a administração do shopping center a uma empresa especializada. No momento de realizar a tal contratação, dois contratos devem ser celebrados: (i) Contrato de Administração do Condomínio Edifício e (ii) Contrato de Administração com os Empreendedores.

O primeiro contrato tem como objetivo delegar à empresa administradora a gestão do empreendimento, no que se refere ao funcionamento, manutenção, conservação, limpeza e segurança. Esse contrato detalhará as obrigações da administradora no exercício das atividades destinadas ao completo funcionamento do empreendimento. A remuneração da Administradora é, na maioria das vezes, um percentual sobre as despesas condominiais mensais, e é rateada entre os lojistas.

O segundo contrato é firmado entre o empreendedor e o administrador com objetivo de delegar funções como, substituir lojistas, conceder desconto, cobrar e fiscalizar os aluguéis dos lojistas, controlar todas as receitas e despesas referentes à exploração do shopping. A remuneração da administradora é estabelecida com base no resultado operacional líquido do shopping center.

Contrato de locação – entre empreendedor e lojista

Nos empreendimentos estruturados como shopping center, há uma realidade jurídica distinta das demais locações, que são regidas pela lei 8.425/91 que disciplina os direitos e obrigações dos locadores e locatários nos contratos de locação de imóvel urbano em geral. A necessidade de conferir ao empreendimento a eficiência e dinamismo faz com que empreendedores e lojistas criem suas próprias normas de utilização do espaço, apenas atentando-se as restrições impostas pela mesma lei.

Conforme João Basílio, (2008, pg. 43) o contrato de locação de shopping center tem diversas peculiaridades. Dentre elas:

- (I) O aluguel: é estabelecida tanto a parte fixa, também conhecida como “aluguel mínimo reajustável”, como a parte variável, também chamada de “aluguel percentual”, já que essa representa uma determinada porcentagem do faturamento bruto do lojista, prevalecendo a que for maior.
- (II) No mês de dezembro é devido pelo lojista o chamado “13º aluguel” que consiste no pagamento em dobro do “aluguel mínimo reajustável”
- (III) O lojista é obrigado a aderir as Normas Gerais, Regimento Interno e Associação do Lojista.
- (IV) No Contrato de Locação é estabelecido o CRD (Coeficiente de Rateio de Despesas), atribuído a cada lojista para a participação no pagamento dos encargos comuns do shopping. A forma na qual é definido o CRD é descrita nas Normas Gerais, que veremos adiante. É um complexo coeficiente que leva em consideração: a área do espaço comercial, as dimensões, tamanho da vitrine, localização, os benefícios auferidos entre outros critérios.
- (V) São estabelecidas as multas contratuais

Normas Gerais

Afim de não prolongar o “contrato de locação”, os empreendedores criaram a Escritura Declatoria de Normas Gerais, instrumento contratual apartado, cujo objetivo é regular as normas gerais relativas à implantação e ao funcionamento do shopping center. São as Normas Gerais que detalham todas as obrigações dos lojistas e atribuem aos empreendedores diversos direitos.

Dentre os principais aspectos firmados nas Normas Gerais temos: A forma de utilização das lojas, bem como das áreas de circulação, de uso comum e estacionamentos; o direito do empreendedor fiscalizar o faturamento dos lojistas; condições de uso do nome e marca do shopping; critérios estabelecidos para o calculo do CRD; entre outros.

Associação dos Lojistas

Trata-se de uma associação concebida sob forma de sociedade civil de direito privado, sem fins lucrativos. Os lojistas aderem naturalmente e automaticamente ao Estatuto da Associação dos Lojistas ao se tornarem lojistas do shopping center.

Os lojistas pagam compulsoriamente uma contribuição à associação, que será destinada ao custeio da propaganda institucional do shopping center e a eventos importantes como Natal e Dias das Mães. Na maioria das vezes, o empreendedor também participa com uma contribuição, uma vez que o sucesso do empreendimento é de seu interesse.

2.3 Principais linhas de receitas e despesas do empreendedor

Nesta seção serão analisadas as fontes de receitas e despesas que compõem o Demonstrativo de Resultado do empreendedor, e dessa forma se obtém o resultado operacional.

Dentre as principais receitas do empreendedor destacam-se:

- Aluguel:

É a principal fonte de receita do empreendedor. Em geral, nos contratos de locação são estabelecidos dois tipos de aluguel: o “aluguel mínimo reajustável” e o “aluguel percentual”. O aluguel mínimo reajustável, conforme já mencionado anteriormente, é um valor mensal fixado no Contrato de Locação, que o lojista terá que pagar independente de suas vendas, e o “Aluguel Percentual” é calculado como um percentual sobre o total das vendas da loja no mês. O aluguel cobrado corresponderá ao maior dentre esses dois, ou seja, nos meses em que o percentual acordado das vendas for menor que o aluguel mínimo contratual, não haverá incidência de aluguel percentual, e o mesmo ocorre ao contrario.

Existe nos contratos de locação, a definição de algumas práticas como: o pagamento do aluguel dobrado no mês de dezembro, o estabelecimento dos reajustes anuais do aluguel mínimo, que é feito com base na inflação acumulados dos 12 meses antes da data fixada do reajuste, sendo que o índice escolhido varia de contrato a contrato (os mais usados é o IGP-DI, FGV). Por ultimo e de extrema relevância na receita do empreendedor, o estabelecimento de Degraus nos contratos, são datas, pré-estabelecidas, em que o aluguel mínimo aumenta permanentemente.

- Estacionamento:

É a segunda fonte de receita mais importante para o empreendedor. Essa receita ocorre da cobrança de uma taxa por tempo de permanência dos veículos dos clientes nos espaços destinados a estacionamento. Na maioria das vezes, os empreendedores contratam uma empresa especializada no serviço de estacionamento para gerenciar e garantir a manutenção do espaço e paga a essa empresa terceirizada uma porcentagem do resultado obtido nessa atividade.

- Receitas Comerciais:

- Cessão de direitos: Essa receita é cobrada quando o lojista assume um ponto no shopping e paga, apenas uma vez, pelo direito de utilização do mesmo. Esse valor é negociado com base no valor de mercado do ponto, sendo que os com maior visibilidade e tráfego de clientes são mais valorizados.
- Taxa de transferência: Nesse caso, empreendedores fazem jus a um percentual do valor envolvido na transferência de ponto comercial entre lojistas.

- Quiosques e Merchandising ¹ (publicidade)

Os empreendedores alugam espaços nos corredores, que esses possuem uma largura suficiente, para quiosques, cobrando por esse espaço. E existe uma infinidade de locais no shopping em que são usadas para publicidade, como paredes do estacionamento, escadas rolantes, fachada do shopping na qual os lojistas podem utilizar para expor sua marca, em troca de uma remuneração ao empreendedor.

O “business” de shopping center é conhecido pelas altas margens “NOI” (net operation income – lucro operacional) em que costumam operar, em torno de 90%. Dessa forma, os custos são baixos se comparado com a magnitude das receitas.

Dentre os principais custos para empreendedor, destacam – se:

- Condominiais:

Conforme foi explicado anteriormente, os custos operacionais do shopping (energia, limpeza, segurança, etc) são rateado pelos lojistas através do condomínio. Porém, muitas vezes, o empreendedor acaba tendo que contribuir com alguma quantia devido a dois problemas:

O primeiro é em relação às lojas vagas. Uma vez que ele é o responsável por essa loja deve arcar tanto com IPTU dela como com os encargos condominiais referentes aquele espaço. Logo, esse custo é mais expressivo quanto maior for a vacância do shopping. O segundo tipo de custo condominial pode advir quando o empreendedor assina contratos especiais (com as lojas âncoras) na qual se estabelecem valores máximos que essas lojas arcam com os seus gastos condominiais. Caso, os custos condominiais dessas lojas excedam esse valor estabelecido, o empreendedor é obrigado a arcar com essa diferença.

- Auditoria de lojas

O empreendedor é responsável pelo custeio das auditorias internas de vendas das lojas. Esses são os únicos funcionários cujo custo não é arcado pelo condomínio, uma vez que sua função é evitar a sonegação de vendas conferindo pessoalmente o valor real das vendas e certificando-se que estão corretamente declaradas. Como esse funcionário não gera benefício nenhum ao condomínio, apenas busca gerar incrementos no aluguel percentual do empreendedor, é ele de responsabilidade exclusiva do empreendedor.

- Fundo de Promoção

O empreendedor contribui com um percentual do total do fundo de promoção arrecadado pelos lojistas para ajudar a custear as despesas de promoção e publicidade dos shopping Centers.

- Taxa de Administração

Esse custo está relacionado à taxa devida quando a administração do shopping é feita por outra empresa, não o próprio empreendedor. Na maioria das vezes, o pagamento é proporcional ao resultado mensal aferido pelo shopping.

- Comercialização

Essas despesas estão relacionadas à corretagem das lojas e dos espaços promocionais comercializados nos shopping centers, nos casos em que o empreendedor contrata uma empresa terceirizada para comercializar o shopping.

III. IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTER S.A

3.1 Histórico da empresa

A Iguatemi Empresa de Shopping Center S.A. é uma das maiores do setor de shopping center do Brasil em termos de área bruta locável, com mais de 30 anos de experiência. Seu portfólio de shoppings está distribuído pelas regiões do Sudeste, Sul e em Brasília, tendo como público alvo, predominantemente, pessoas de alto poder aquisitivo. Suas atividades englobam a concepção, o planejamento, o desenvolvimento, e a administração de Shoppings Center.

A Iguatemi é a empresa do Grupo Jereissati para o segmento de shopping center que foi constituída, em maio de 1979, como uma sociedade por quotas de responsabilidade limitada, tendo sido transformada em sociedade por ações em agosto de 1983. A empresa iniciou suas atividades com a aquisição, em 1979, dos ativos da Construtora Alfredo Matias S.A. que incluía o Shopping Iguatemi São Paulo, primeiro shopping center do Brasil. Nos anos 80, como estratégia de crescimento, buscou expandir-se geograficamente para região Sul, inaugurando o Iguatemi Porto Alegre, e para as cidades do interior de São Paulo, com o Iguatemi Campinas, visando se beneficiar da forte marca que havia se consolidado no setor. Com estratégia de atender o público de maior poder aquisitivo, inaugurou, em 1995, o Market Place. Os anos 90 também foram marcados pela entrada no mercado de consumo Rio de Janeiro e a consolidação da liderança no Sul do país, com o Shopping Praia de Belas e o Iguatemi Caxias do Sul. Foi a primeira companhia do setor a promover o lançamento de ações na Bolsa de Valores de São Paulo, em fevereiro de 2007, onde suas ações são negociadas com o código IGTA3. Com investidores locais e estrangeiros, a oferta realizada teve captação de R\$ 550 Milhões, e assim pode continuar sua estratégia de crescimento, sejam através de aumento de participações nos shoppings de seu portfólio, novas aquisições ou lançamentos de novos empreendimentos. Em outubro de 2009, realizaram uma nova oferta pública, 100% primária, captando R\$ 410 Milhões. Segundo o Relatório Institucional da Empresa do Segundo Trimestre de 2011, a Iguatemi hoje conta com 13 shoppings em seu portfólio, o que representa um ABL próprio⁵ de 197,9 mil m² (sem considerar as Torres Comerciais). Além disso, no relatório são destacados os outros cinco projetos Greenfields⁶ em andamento.

Conforme já descrito anteriormente, a Iguatemi atua como empreendedora de shopping center, sendo proprietária de participação nos mesmos, e tendo, portanto, direito aos resultados do empreendimento na proporção da participação. Além disso, a companhia atua

⁵ Área Bruta Locável Total x Participação da Iguatemi no empreendimento.

⁶ Projetos em desenvolvimento, ainda em construção.

como administradora de seus empreendimentos, cobrando as taxas dos seus sócios. A tabela abaixo mostra o portfólio atual de shoppings da Iguatemi, com as respectivas participações.

Portfólio	Localização	Participação	ABL própria (m ²)
Iguatemi São Paulo	São Paulo	51%	21.602
Market Place São Paulo	São Paulo	100%	26.017
Iguatemi Campinas	Campinas	65%	36.001
Galleria Shopping	Campinas	50%	11.971
Esplanada Shopping	Sorocaba	33%	9.168
Iguatemi São Carlos	São Carlos	45%	8.559
Iguatemi Brasília	Brasília	64%	21.632
Iguatemi Alphaville	Barueri	78%	23.539
Iguatemi Rio	Rio de Janeiro	61%	15.906
Iguatemi Florianópolis	Florianópolis	30%	6.054
Praia de Belas	Porto Alegre	38%	10.901
Iguatemi Caxias	Caxias do Sul	8%	2.444
Iguatemi Porto Alegre	Porto Alegre	36%	4.150

Tabela 1 - Portfólio Iguatemi Empresa de Shopping center S.A.

Fonte: Elaboração própria e Apresentação Institucional Iguatemi – Segundo Trimestre de 2011

Segundo o Relatório Anual da Empresa de 2009, pg. 36: “Greenfields são os novos empreendimentos desenvolvidos pela Iguatemi, caracterizados pelo altíssimo padrão de excelência e pela localização estratégica em regiões com alto potencial de desenvolvimento no curto e no médio prazo.” Ainda nesse mesmo relatório são destacadas algumas informações relevantes para os critérios de investimento para Greenfields. A empresa acredita que regiões com alto potencial de desenvolvimento são aquelas mais adensadas e de maior renda do Brasil. Dessa forma, essa visão está alinhada com a estratégia de concentração nas regiões do Sul e Sudeste. Além disso, de acordo com o relatório, no estudo de projetos Greenfields só são consideradas as cidades com pelo menos 300 mil habitantes. Dos projetos atuais da empresa, um bom exemplo é o Iguatemi JK. Situado no bairro de Itaim, que segundo a pesquisa de imóveis de IBOPE de 2011 é um dos bairros de São Paulo com metro quadrado mais valorizado. Outro bom exemplo é o Iguatemi Jundiaí, localizado na cidade de Jundiaí, que de acordo com o IBGE de 2011, é o 23º maior PIB do país.

Greenfields	Previsão de Inauguração
Iguatemi JK	2012
Iguatemi Ribeirão	2013
Iguatemi Esplanada	2013
Iguatemi Jundiaí	2013
Iguatemi Rio Preto	2014

Tabela 2 - Projetos Greenfields

Fonte: Elaboração própria e Apresentação Institucional Iguatemi – Segundo Trimestre de 2011

3.2 Estrutura Societária

Em 27 de Janeiro de 2012, a empresa Iguatemi possuía um total de 79.255.489 ações ordinária detidas pelos acionistas, segundo o site de Relacionamento com Investidor da empresa. No fechamento desse mesmo dia, o preço da ação cotada na bolsa de valores de São Paulo é de R\$ 35,9. Dessa forma, o valor de mercado da empresa é R\$ 2.845.772.055.

A composição acionária da empresa encontra-se conforme a tabela abaixo. Além da controladora da empresa, destaca-se a participação acionária relevante da Petros (Fundo de Previdência dos Funcionários da Petrobrás).

Acionistas	Ações	%
Jereissati Participações S.A.	42.674.905	54%
Petros	8.184.647	10%
Free Float	28.395.937	36%
Total	79.255.489	100%

Tabela 3 - Composição Acionária

Fonte: Elaboração própria e Site de Relacionamento com Investidor

O “free float” mencionado na tabela acima representa a quantidade de ações em poder de outros investidores sem ser do Grupo Jereissati e da Petros.

Listada no Novo Mercado, segmento de maior nível de Governança Corporativa da BM&F Bovespa, criado em dezembro de 2000 com objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias, segundo o relatório do BM&F Bovespa sobre o Novo Mercado. A empresa Iguatemi possui um Conselho de Administração composto por sete conselheiros, sendo três

deles independentes, com base nos critérios do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Além disso, as regras do Novo Mercado exigem o atendimento de outros requisitos além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) . Dentro os requisitos para a listagem do Novo Mercado, o regulamento do mesmo prevê:

- Conceder a todos os acionistas o direito de venda conjunta (“tag along”), em caso de alienação do controle acionário da Companhia, devendo o adquirente do controle realizar oferta pública de aquisição das ações aos demais acionistas, oferecendo para cada ação o mesmo preço pago por ação do bloco controlador;
- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- Direito ao dividendo mínimo obrigatório, em cada exercício social, equivalente a 25,0% do lucro líquido ajustado nos termos do artigo 202 da Lei das Sociedades por Ações;
- Em caso de cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&F BOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;

3.3 Estratégias e Vantagem Competitivas

Conforme já mencionado anteriormente, como estratégia, a empresa Iguatemi concentra seus negócios nas áreas de maior renda do país e posiciona seus empreendimentos de forma a atrair as pessoas com alto poder aquisitivo, uma vez que acreditam que esses são os clientes mais exigentes em termos de qualidade de produtos e serviços, e menos suscetíveis a crises econômicas, o que resulta em maior estabilidade da receita da empresa.

Seu objetivo de longo prazo é entregar as melhores propriedades nos melhores mercados focado no crescimento primordialmente orgânico, a fim de extrair maior rentabilidade nos projetos. A empresa acredita no crescimento via expansões dos seus shoppings, reforçando-os em tamanho e relevância, e dessa forma, atrair o consumidor final e conseqüentemente o varejo nacional e internacional. Para a Iguatemi essa é forma mais rentável de crescimento comparado com aquisições ou projetos Greenfield.

3.3.1 Foco no crescimento de suas atividades

A empresa tem um plano de crescimento que busca realizar investimentos que mantenham a consistência geográfica e econômica do seu portfólio. Esse crescimento se dará por meio de concepção e incorporação de novos shopping centers, aquisição de maior participação em seus Shoppings Center, expansão em seus shopping centers e aquisições de Shoppings já existentes.

Em 2011, algumas medidas foram realizadas que condizem com a estratégia de crescimento da empresa. Dentre elas estão, o aumento da participação em um shopping de seu portfólio, o shopping center Esplanada em setembro e o anúncio do desenvolvimento de um novo shopping no interior de São Paulo em janeiro.

3.3.2 Controle de Custos com foco em eficiência operacional

A empresa busca o controle de custos operacionais por meio de uma gestão operacional sólida e da manutenção de um rígido controle de custos. A busca pela eficiência na operação dos seus shoppings reduz as despesas de seus lojistas e, dessa forma, gera oportunidade de aumentar sua rentabilidade. Além disso, é uma estratégia investir em sistemas de gestão informatizada, com o objetivo de automatizar os seus processos.

É importante ressaltar que o fato do seu portfólio estar posicionado para atender o público de alta renda e localizados em cidades como São Paulo, impacta negativamente em seus custos. A demanda por produtos e serviços de alta qualidade e o maior custo com fornecedores gera a manutenção das despesas em níveis elevados. No relatório de “Research” da corretora ATIVA de oito de novembro de 2011, é destacado como ponto negativo o aumento das despesas do terceiro trimestre de 2011, impactado tanto pelo plano de expansão orgânica como devido a inauguração de novos Shoppings.

3.3.3 Marca altamente reconhecida e forte relacionamento com os lojistas

A Iguatemi busca manter uma marca unificada para seus shopping centers, facilitando a consolidação da mesma. A marca possui prestígio, credibilidade e reconhecimento do mercado de varejo tanto nacional como internacional. Em 2009 ficou entre as 50 maiores marcas do Brasil, de acordo com a pesquisa realizada pela revista Dinheiro em parceria com a BRANDANALYTICS.

A empresa busca investir que publicidades em mídias cujo alcance vai além da sua área de influência, como a televisão ou revistas. Não concentra os recursos mídia apenas para cada shopping individualmente, procura investir em publicidades que façam que o consumidor associe a marca Iguatemi com qualidade e consistência no negócio. Porém, essa estratégia gera um aumento do gasto do fundo de promoção e propaganda, já que esse tipo de publicidade de “longo alcance” é mais caro. Dessa forma, aumenta o custo de divulgação do empreendedor e o custo de ocupação do lojista.

3.3.4 Relacionamento Comercial com lojistas

O relacionamento comercial com lojistas de uma empresa relevante no mercado como a Iguatemi e o efeito de negociação em rede pela administração de um portfólio de shoppings de alta qualidade é considerada uma vantagem competitiva da Iguatemi.

O relacionamento comercial com os melhores lojistas facilita a tarefa da empresa de qualificar constantemente o seu mix de lojas. O portfólio com grande número de shoppings e com um alto nível de qualidade, proporciona a empresa uma maior capacidade de negociação com os lojistas. Além disso, a criação desse forte relacionamento com o lojista e o histórico de sucesso da empresa, facilita a comercialização dos shoppings em desenvolvimento da empresa, uma vez que, o lojista aceita com mais facilidade o risco em entrar em um shopping que será inaugurado, pagando aluguel, mesmo sem ter uma visibilidade sobre as chances reais de sucesso do novo empreendimento.

3.4 Fatores de Risco

Uma decisão de investimento deve levar em consideração os riscos a que a empresa está exposta, além da avaliação financeira e estratégica. Esses riscos podem ser relacionados a fatores macroeconômicos, ao setor de shopping center e os específicos da empresa Iguatemi.

Condições econômicas adversas, tais como recessão e desemprego, causam efeitos adversos para a companhia, uma vez que esses fatores devem levar os consumidores a adotarem padrões de gastos mais cautelosos, o que resultará em uma deterioração das vendas do varejo, incluindo as vendas do shopping center. Relacionado a essa questão, uma desaceleração econômica pode resultar em dificuldade de negociação com os lojistas, tanto com os novos possíveis locatários como na hora da renovação de um contrato de aluguel expirado, e dessa forma impacta a principal linha de receita da empresa, o aluguel mínimo. Além disso, situações econômicas desfavoráveis, afetando fortemente a venda dos lojistas, podem levar

estes a não conseguirem honrar seus pagamentos com o empreendedor, gerando um aumento significativo da inadimplência.

Apesar da empresa, de certa forma, estar protegida a inflação devido à indexação dos contratos de aluguéis, certas medidas do governo brasileiro para controlar a inflação como uma política monetária que eleve a taxa de juros básica da economia, a SELIC, restringe a disponibilidade de crédito e reduz o crescimento econômico. A percepção de risco, econômico ou político, por outros países diminui o interesse de investidores por ações emitidas por empresas brasileiras, isso pode afetar o valor de mercado da empresa, assim como dificultar o acesso aos mercados de capitais e crédito.

Outro fator de risco é a regulamentação que o setor de shopping center está sujeito. A imposição de certas normas pode implicar em maiores despesas para as companhias do setor ou afetar negativamente alguma linha de receita. Um bom exemplo é o projeto de Lei Nº 386/11, que busca regulamentar a política de cobrança dos estacionamentos dos Shoppings, dando isenção de pagamento aos consumidores que comprovarem despesas acima de R\$ 50,00 no local. Conforme será mostrado no quarto capítulo, a aprovação dessa lei causará uma perda significativa para as empresas do setor, dada a relevância dessa receita.

O fato de a empresa Iguatemi ter seu portfólio concentrado em determinadas regiões e nos consumidores de alto poder aquisitivo, não contribui para a diversificação do risco. São Paulo, onde está localizada grande parte dos Shoppings da Iguatemi, é o Estado do Brasil, que segundo os dados da ABRASCE, tem o maior número de shopping, com 145, seguida pelo Rio de Janeiro com 55. Dessa forma, essas cidades apresentam uma maior concorrência entre os empreendimentos. Outra questão é a capacidade de entrega dos projetos na data programada e dentro do orçamento planejado. Diversos são os problemas que podem ocorrer no decorrer de um projeto Greenfield, tanto atrasos devido à aprovação com a prefeitura como problemas geológicos e com fornecedores. Além disso, caso não ocorra uma boa aceitação dos lojistas, o Shopping pode acabar sendo inaugurado com uma vacância relevante, impactando, pelo menos no estágio inicial, o sucesso do mesmo.

IV. ESTUDO DE CASO – “VALUATION”

Para realizar o estudo de caso de uma empresa através do método de fluxo de caixa descontado é necessário analisar o demonstrativo de resultado da mesma, conhecido como DRE. É com base nele que são projetados os fluxos de caixa futuro da companhia. Depois de realizada essa projeção, calcula-se a taxa de desconto da empresa analisada, conforme será mostrado nesse capítulo, e encontra-se o valor justo. No caso da empresa escolhida, Iguatemi Empresa de shopping center S.A., compara-se o valor encontrado com em que está sendo negociado na Bolsa de Valores de São Paulo. Dessa forma, é possível concluir se é o momento certo ou não para se investir na empresa, ou seja, nesse caso, a compra as ações.

Nesse capítulo serão apresentadas as principais linhas que compõem o DRE da empresa Iguatemi e também as premissas adotadas para realizar as projeções futuras da mesma. O negócio de shopping center é caracterizado pelas altas margens operacionais, ou seja, os custos operacionais são relativamente baixos se comparados com as receitas. Além disso, outra característica das empresas do setor é a necessidade de capital intensivo, devido aos altos investimentos realizados para a expansão em um shopping já existente, ou para a construção de um novo shopping. No caso da empresa analisada, em 2011, encontra-se investindo em duas expansões e na construção de cinco novos shoppings, conhecido no setor como projetos “greenfields”.

O ponto inicial da projeção é a receita bruta. Em seguida, projetam-se os impostos sobre a receita a fim de encontrar a receita líquida. Após isso, calculam-se as despesas da companhia, com exceção da depreciação e tem-se a LAJIDA (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), muito conhecido no mercado financeiro pela sigla em inglês, EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Descontando-se os valores da depreciação, amortização, resultado financeiro e o imposto de renda, encontra-se o lucro líquido. E por fim, são realizados os últimos ajustes para encontrar o Fluxo de Caixa Livre ao Acionista, ou seja, soma-se a depreciação e amortização por serem mudanças não-monetárias e incluem-se qualquer despesa de capital.

4.1 Receita Bruta

As principais fontes de receita da empresa Iguatemi advêm daquelas geradas pelo seu portfólio de shopping centers, calculada de acordo com a sua participação no empreendimento. Além disso, outra fonte de receita é relacionada à prestação de serviços que

a empresa realiza para aos condôminos do shopping centers. Dessa forma, podemos dividir as receitas em quatro grandes linhas para a realização do fluxo de caixa.

4.1.1 Receita de Aluguel

A primeira e mais relevante é a Receita de Aluguel. Em 2010 essa linha representou 72% da receita total da Iguatemi. Essa receita contempla três classificações diferentes de alugueis, conhecidas no mercado de Shopping center como: Aluguel Mínimo, Aluguel Percentual e Aluguel Temporário.

As linhas de Aluguel Mínimo e Aluguel Percentual são as duas linhas mais relevantes e estão diretamente relacionadas com os contratos de locação celebrados entre o empreendedor e os lojistas, com prazo médio de cinco anos o que garante sua previsibilidade. O aluguel cobrado corresponde à maior dentre o aluguel mínimo contratual e o aluguel calculado como um percentual sobre as vendas, esse percentual é também definido contratualmente. Essa linha é influenciada por dois fatores: inflação e degraus (escalonamentos no valor do aluguel mínimo em datas estabelecidas contratualmente). Esses dois fatores devem ser considerados para estimar as receitas futuras da companhia, ou seja, a cada ano, o valor do aluguel de cada loja deve ser reajustado pelo índice IGP-M (predominante nos contratos da empresa Iguatemi) acumulado nos 12 meses imediatamente anteriores. Além disso, é comum que os contratos de locação estabeleçam um degrau de aproximadamente 5% a cada dois anos, ou seja, como premissa para a projeção futura dessa linha de receita foi considerada que a cada ano, ocorra um crescimento de 2,5% no valor da receita de aluguel. Como premissa, foi considerada a manutenção da vacância atual, uma vez que a taxa de ocupação da empresa já se encontra em patamar elevado, 97%.

Para a projeção futura foi inflacionada no modelo conforme os valores da figura abaixo e para os próximos anos foram repetidos o último valor.

PROJEÇÃO	
ANO	Projeção
2012	5,0%
2013	4,6%
2014	4,5%
2015	4,5%

Tabela 4 - Projeção IGPM

Fonte: Elaboração própria (adaptado de www.portalbrasil.net e www.bcb.gov.br, acessado em 22/08/2011)

A locação temporária é referente a alugueis de espaço nos corredores do shopping center, conhecidos como quiosques, seu valor não é representativo se comparado com a receita de aluguel mínimo. Seus contratos não são tão longos como os outros mais também prevêm correção da inflação ao longo do período de locação.

A figuras abaixo mostra como foi a distribuição dessas três divisões de receita de aluguel no ano de 2011, confirmando a relevância da linha de aluguel mínimo.

Receita de Aluguel	100%
Aluguel Mínimo	86%
Aluguel Percentual	7%
Locações Temporárias	8%

Tabela 5- Receita de Aluguel

Fonte: Elaboração própria e site de relacionamento com investidor da Iguatemi (www.iguatemi.com.br), acessado em 28/1/2012

4.1.2 Estacionamento

A segunda linha mais relevante é a de estacionamento. Nos últimos anos, segundo os relatórios de resultados divulgados no site <http://iguatemi.foinvest.com.br>, essa linha tem representado por volta de 15% da receita bruta, tornando-se uma receita extremamente importante para uma empresa de shopping center. Essa receita está vinculada com a tarifa cobrada pelo shopping center pelo tempo de permanência dos veículos dos clientes no espaço destinado a estacionamento. Essa receita também esta correlacionada com a inflação, uma vez que, seu crescimento advém do aumento da tarifa cobrada, que é no mínimo reajustada anualmente conforme a inflação.

4.1.3 Receitas Comerciais

Essa é uma receita proveniente no lançamento de novas expansões, em novos empreendimentos ou quando a Iguatemi retoma alguma loja, e dessa forma o novo lojista paga pelo direito de uso dos pontos comerciais do shopping center, conhecido como Taxa de Cessão de Direitos (CDU). Além disso, outra receita comercial é a taxa de transferência, que

ocorre quando o locatário atual transfere o ponto comercial para um novo lojista, e os empreendedores fazem jus a um percentual do valor envolvido. Como premissa para a projeção futura dessa linha de receita para os mesmo Shoppings, ou seja, excluindo as futuras inaugurações, foi considerado percentual de 9,5% sobre a receita de aluguel conforme a média realizada nos último três anos.

4.1.4 Receitas de serviços

As receitas de serviços são a taxas que a Iguatemi cobra de seus sócios nos empreendimentos pelos serviços da administração e comercialização. Essa taxa é um percentual sobre o resultado do shopping. Nos últimos anos, a receita de serviço tem representado uma média de 10,4% do resultado operacional do shopping conhecido pela sigla, em inglês, NOI. Dessa forma, foi mantido esse percentual sobre a projeção do resultado para os próximos anos fazendo com que essa linha cresça de acordo com o crescimento do resultado operacional do Shopping.

Segue abaixo o fluxo de receita das linhas de receita da Iguatemi Empresa de Shopping center S.A.

	Realizado			Projeção			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receita de Aluguel	182	213	266	308	336	361	386
Estacionamento	33	45	60	69	76	81	87
Receita Comercial	14	15	28	29	32	34	37
Receita de Serviços	15	22	26	29	31	34	36
Receita Bruta	244	294	379	435	475	510	546

Tabela 6 - Receita Bruta(em Milhões de Reais)

Fonte: Elaboração própria e site de relacionamento com investidor da Iguatemi (www.iguatemi.com.br), acessado em 12/1/2012

4.2 Receita Líquida

Para se chegar à receita líquida é necessário retirar os impostos que incidem diretamente sobre o faturamento da empresa. Como premissa, foi mantido o percentual realizado atualmente, de 10,8%, conforme mostra a tabela abaixo.

	Realizado			Projeção			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receita Bruta	244	294	379	435	475	510	546
(-) Impostos	-27	-31	-41	-47	-51	-55	-59
% sobre a Receita	-11,1%	-10,5%	-10,8%	-10,8%	-10,8%	-10,8%	-10,8%
Receita Líquida	217	264	338	388	424	455	487

Tabela 7 - Receita Líquida (em Milhões de Reais)

Fonte: Elaboração própria e site de relacionamento com investidor da Iguatemi (www.iguatemi.com.br), acessado em 12/1/2012

4.3 Custos dos Aluguéis e Serviços e Despesas Administrativas.

Os custos podem ser divididos em duas partes relevantes: a depreciação e aqueles em que implicam um efetivo desembolso pela Iguatemi. No momento, como a intenção é analisar o EBITDA da companhia, será avaliado apenas os custos que ocorrem desembolso. No caso da empresa Iguatemi, conforme reportado no press release do 3T, esses custos podem ser divididos em três grupos: Custos relacionados a operação do shopping center, custos do estacionamento e despesas gerais e administrativas.

Todos esses custos são relacionados à operação do shopping. Entre eles destacam-se: os salários, encargos e outros benefícios para os funcionários da administração do shopping center e os serviços de terceiros que envolvem despesas com advogados e serviços prestados por pessoas físicas. Além disso, existem os custos condominiais, que são relacionados à manutenção das lojas vagas, como por exemplo, o pagamento do IPTU da mesma. Outro custo relevante do empreendedor é o aporte no fundo de promoção e propaganda, conforme já mencionado do segundo capítulo, o empreendedor contribui também com um valor, pré estabelecido nas normas gerais do Shopping center. Os custos de estacionamento são relativos à empresa contratada para prestação do serviço, ou seja, existe uma empresa terceirizada, conhecida como Parking, que opera o estacionamento do Shopping e cobra um valor

estabelecido no contrato de prestação de serviços. Para a projeção de todos esses custos, foi considerado um crescimento anual real de 2,5% nesses custos.

	Realizado			Projeção			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receita Líquida	217	264	338	388	424	455	487
Shopping Malls	-32	-38	-41	-45	-48	-52	-55
Estacionamento	-11	-17	-22	-24	-25	-27	-29
Despesas Administrativas e Gerais	-30	-39	-34	-36	-39	-42	-45
(-) Custos dos alugueis Serviços e despesas administ	-72	-95	-97	-105	-113	-121	-129
EBITDA	145	169	242	283	312	334	358
<i>Margem Ebitda (EBITDA sobre Receita Líquida)</i>	67%	64%	71%	73%	73%	73%	73%

Tabela 8 EBITDA (em Milhões de Reais)

Fonte: Elaboração própria e site de relacionamento com investidor da Iguatemi (www.iguatemi.com.br), acessado em 12/1/2012

Os números da projeção mostram que a empresa conseguiu alcançar a sua meta que foi divulgada no Press Release do primeiro trimestre de 2011, que era atingir, no ano de 2011, Margem EBITDA entre 70% e 72%. Por outro lado, a meta futura da empresa, de que em 2014, espera obter um EBITDA entre R\$ 450 milhões e R\$ 500 milhões não seria alcançada, de acordo com o modelo, apenas com o crescimento orgânico, ou seja, pelo portfólio atual, conforme mostrado na projeção acima. Dessa forma, fica mais evidente a necessidade de crescer através de novos projetos greenfields ou aquisições para que seja possível alcançar EBITDA de R\$ 450 milhões no final de 2014. Para a empresa Iguatemi, a estratégia de crescimento é através dos seus projetos greenfields, e com a inauguração dos cinco greenfields, a empresa, segundo a projeção, alcançará a sua meta, conforme será mostrado a seguir.

4.4 Projetos Greenfields

Para calcular o lucro líquido da companhia e posteriormente chegar o FCFE, é preciso considerar também o EBITDA que será gerado pelos shoppings que estão em construção, não só a projeção futura do portfólio atual. Nesse modelo, não foram consideradas aquisições, apenas foram projetadas as inaugurações dos projetos abaixo, considerando as premissas passadas pela empresa.

Projetos Greenfields	JK Iguatemi	Iguatemi Ribeirão	Iguatemi Esplanada	Iguatemi SJRP	Iguatemi Jundiaí
Inauguração	abr/12	abr/13	out/13	2014	2014
ABL	35.246	44.116	43.853	34.600	30.000
Participação Iguatemi	50%	80%	100%	88%	79%

Tabela 9 - Greenfields

Fonte: Elaboração própria e site de relacionamento com investidor da Iguatemi (www.iguatemi.com.br), acessado em 12/1/2012

Investimentos	2011	2012	2013	2014	2015
JK Iguatemi	185	8	8	0	0
Iguatemi Ribeirão	29	154	62	0	0
Iguatemi Esplanada	85	170	56	0	0
Iguatemi SJRP	0	9	63	42	0
Iguatemi Jundiaí	2	0	33	77	0

Tabela 10 - Investimentos Programados (em Milhões de Reais)

Fonte: Elaboração própria e site de relacionamento com investidor da Iguatemi (www.iguatemi.com.br), acessado em 12/1/2012.

Para projetar o fluxo gerado por esses projetos, conforme a mostrado na figura abaixo, foram consideradas as datas de inauguração e a estimativa reportada pela empresa no *Press Release do Terceiro Trimestre de 2011*, com o resultado operacional esperado para o primeiro ano que cada um dos projetos. Para a projeção futura, foram consideradas as mesmas premissas do portfólio atual.

	Projeção				
	2011	2012	2013	2014	2015
Receita Bruta	0	15	64	156	171
(-) Impostos	0	-2	-7	-17	-18
% Receita	0,0%	-10,8%	-10,8%	-10,8%	-10,8%
Receita Líquida	0	13	57	140	152
(-) Custos dos alugueis Serviços e despesas administrativas	0	-2	-10	-24	-27
EBITDA (Projetos Greenfields)	0	11	47	115	126
EBITDA (Portfólio Atual + Projetos Greenfields)	242	294	358	449	484

Tabela 11 - Projeção Greenfields e EBITDA total (Em Milhões de Reais)

Fonte: Elaboração própria e site de relacionamento com investidor da Iguatemi (www.iguatemi.com.br), acessado em 12/1/2012.

4.5 Lucro Líquido

Calculado o EBITDA, para chegar ao Lucro Líquido deve-se descontar a Depreciação e Amortização e o Imposto de Renda e, somar o Resultado Financeiro e Resultados Não Recorrentes.

A depreciação tende a ser um valor próximo ao investimento em capital fixo (CAPEX) necessário para a manutenção de edificações, instalações e máquinas para o empreendimento. Foi mantido conforme o percentual que vem sendo realizado (7% sobre a Receita Bruta).

Em relação ao resultado financeiro, foi levado em conta o perfil da dívida da companhia em 30 de setembro de 2010, no qual mostra que a empresa possui dívidas com perfil bem diferentes, atreladas a indicadores como CDI, IGP-DI, TJLP e TR. Segundo divulgado no relatório de resultado, disponível no site de relacionamento com investidor da empresa, o prazo médio da dívida é de 3,4 anos com um custo médio de 106,3% do CDI (11,8% a.a.). Além disso, a empresa aprovou um novo financiamento para a construção do Iguatemi Ribeirão Preto, o que eleva as despesas financeiras da empresa para os próximos anos. Em relação à receita, foi considerado o mesmo percentual que a empresa vem conseguindo remunerar o seu caixa.

O imposto de renda foi calculado conforme a alíquota passada pela empresa, uma média de 22%, resultado de uma composição de seus shoppings, onde alguns se em situação de lucro presumido e outros de lucro real. Não foi projetado resultado não-recorrente no modelo.

	Projeção				
	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	242	294	358	449	484
(-) Depreciação & Amortização	-23	-31	-38	-47	-50
(-) Resultados Financeiros	-11	-34	-61	-69	-60
(-) Impostos de Renda	-47	-50	-57	-73	-82
Lucro Líquido	160	179	203	260	291

Tabela 12 - Lucro Líquido (Em Milhões de Reais)

Fonte: Elaboração própria e site de relacionamento com investidor da Iguatemi (www.iguatemi.com.br), acessado em 12/1/2012.

4.6 Fluxo de Caixa Livre ao Acionista

Com a projeção do lucro líquido é possível montar o Fluxo de Caixa Livre ao Acionista. Conforme foi explicado no primeiro capítulo, é preciso retornar com a depreciação que foi descontada anteriormente. Isso ocorre porque não há o efetivo desembolso do montante referente à depreciação. Em seguida inclui-se na conta todo o Capex previsto para os projetos Greenfields, somando-se ainda os gastos necessários para a manutenção dos ativos, que como premissa foi utilizada uma estimativa de 4% da receita bruta, ou seja, subtraem-se as necessidades de investimento da empresa. O próximo passo é calcular o capital de giro da empresa. A indústria de Shopping centers possui característica de requerer um capital de giro muito baixo quando comparado ao investimento em capital fixo. Empresas de outros setores apresentam as contas “Clientes”, “Fornecedores” e “Estoques” de forma relevante, porém no caso de uma empresa de shopping center, não há estoque, já que não há venda de bens físicos. A receita da empresa, conforme já explicado, é proveniente de locação, estacionamento e prestação de serviços. Dessa forma, o capital de giro foi calculado utilizando a diferença entre os anos consecutivos da soma das linhas contas a receber do ativo circulante e do ativo não circulante, descontada do valor a diferença anual da conta do passivo fornecedor. E por último o cálculo da variação da dívida, realizada de acordo com a tabela de endividamento divulgada pela empresa no Press Release do Terceiro Trimestre de 2011, assim como o cronograma de amortização da dívida, na qual a maior parte acontecerá nos anos de 2015 e 2016.

	Projeção						
	2011	2012	2013	2014	2015	...	2020
Lucro Líquido	160	179	203	260	291	...	470
(+) Depreciação & Amortização	23	31	38	47	50	...	72
(-) Capex	-316	-407	-265	-163	-57	...	-41
(-) A necessidade de capital de giro	-15	-16	-28	-34	-20	...	-11
(+) Variações da dívida	-38	-12	-105	-112	-190	...	0
FCFE	-186	-225	-158	-1	75	...	490

Tabela 13 - Fluxo de Caixa Livre ao Acionista (Em Milhões de Reais)

Fonte: Elaboração própria e site de relacionamento com investidor da Iguatemi (www.iguatemi.com.br), acessado em 12/1/2012.

4.7 Taxa de desconto

Conforme foi explicado no primeiro capítulo para chegar ao valor presente desse fluxo de caixa, é preciso encontrar a taxa de desconto, nesse caso o custo do capital próprio. A data base utilizada para o cálculo foi no dia 27/01/2012. A taxa foi calculada conforme o modelo CAPM, já explicado no primeiro capítulo.

4.7.1 Taxa livre de risco (Rf)

Para o cálculo da taxa livre de risco foi utilizado o T-Bond americano com vencimento em 10 anos, a um valor de 3,75%, fonte diretamente da Bloomberg. Porém, é necessário adicionar a essa taxa um prêmio de risco do país, no caso da Iguatemi, o Risco Brasil. Dessa forma, o cálculo leva em consideração um componente específico do risco do país na qual a empresa atua. O valor utilizado para o risco Brasil foi de 1,68%, conforme a média dos valores diários desse indicador no ano de 2011. Dessa forma, a taxa livre de risco Brasil é de 5,43%.

4.7.2 Beta

Para encontrar o valor do Beta foi utilizada uma regressão entre as taxas de retorno da Iguatemi e as taxa de retorno do índice de mercado, no caso, o Bovespa. A fonte desse valor também é a Bloomberg. O valor do beta da Iguatemi é de 0,77. Conclui-se que a correlação entre essa ação e a Bovespa é razoável.

4.7.3 Premio de Risco

Esse componente do custo de capital é calculado a partir do valor esperado do retorno do índice de mercado deduzida de um título livre de risco. Nesse caso, Damodaran, em

www.damodaran.com, calcula o prêmio de risco com base na série de dados do S&P 500 (Standard & Poor`s) e do título do governo livre de risco. A série de dados se encontra no primeiro anexo. Segundo o calculo, para os últimos 10 anos, temos um prêmio de risco de 6,46%. Dessa forma, aplicando o método do CAPM, o custo de capital próprio (Ke), em dólar, é de 10,4%.

Para passar esse custo para a moeda brasileira é utilizada a seguinte conta:

$$Ke (real) = \frac{(1 + Ke\ US\$)}{(1 + Inflação\ EUA)} - 1$$

$$Ke\ R\$ = (1 + Ke (real)) \times (1 + Inflação\ Brasil) - 1$$

Para a expectativa de inflação 2012 para os Estados Unidos, foi utilizado 1,8%, conforme foi divulgado pelo Federal Reserve. E para a inflação do Brasil foi utilizado 4,5%, segundo o último relatório Focus sobre inflação divulgada em dezembro de 2011. Enfim, o custo do capital próprio é de 13,3%

CAPM	IGUATEMI
Taxa Livre de Risco	3,75%
Risco Brasil	1,68%
Taxa Livre de Risco Brasil	5,43%
Beta	0,77
Prêmio de Risco	6,46%
Custo do Capital Próprio US\$ (Ke)	10,4%
Custo do Capital Próprio R\$ (Ke)	13,3%

Tabela 14 - CAPM

Fonte: Elaboração própria e Bloomberg com base no dia 27/01/2012

4.7.4 Valor justo

Com a projeção do fluxo de caixa e da taxa de desconto é possível encontrar o valor justo da empresa para acionista. Sendo assim, trazendo o valor presente os fluxos de caixa projetados até 2025, data na qual todos os Shoppings da empresa já estarão na fase de maturidade, e também a perpetuidade, na qual foi considerado um crescimento nominal de 5%, e descontando a uma taxa de 13,3%, chegou-se a um valor de R\$ 37,4 por ação.

No fechamento da data 27/01/2012, o preço da ação da Iguatemi cotada na bolsa de valores é de R\$ 35,9. Ou seja, apesar da Iguatemi ser uma empresa com fluxo de caixa estável e de boa previsibilidade, de acordo com o modelo, a ação já está devidamente precificada nesse momento, e o valor justo encontrado representa um potencial de valorização, ou *upside*, de apenas 4,1%. Dessa forma, conclui-se que no momento, as ações da Iguatemi não representam uma boa oportunidade de investimento.

CONCLUSÃO

O objetivo desse trabalho consistiu em apresentar e aplicar o método do fluxo de caixa descontado, utilizando o estudo de caso da Iguatemi Empresa de Shopping Center S.A. O estudo teve como foco a visão do acionista, que faz uma análise englobando as receitas, despesas e dívidas da empresa em questão. Foram realizadas estimativas acerca das principais premissas macroeconômicas que possuem algum tipo de impacto no setor no qual a Iguatemi está inserida, além das microeconômicas, alinhando com os projetos futuros e com a estratégia da empresa. Outra questão relevante para a conclusão é o cálculo da taxa de desconto, que reflete o risco associadas à empresa.

Além disso, também foram feitas estimativas do DRE da empresa, a fim de chegar a uma projeção de lucro líquido, base para o cálculo dos fluxos de caixa. Vale ressaltar que tais estimativas foram consideradas conservadoras, sempre com foco na divulgação de resultados e nas próprias estimativas feitas pela Iguatemi nos seus relatórios trimestrais. O modelo encontra-se consiste com as metas internas para os próximos anos conforme é divulgado nos relatórios da empresa. Apesar de o modelo demonstrar, como ponto positivo, que a empresa alcançará tais objetivos, os mesmo já estão precificados.

Finalmente é possível chegar ao valor justo da empresa e dessa concluir se o momento é ou não oportuno para o investimento, nesse caso a compra de ações. Conforme foi apresentado no quarto capítulo, a ação já está devidamente precificada, não havendo “upsides” justificáveis pelo modelo. Dessa forma, não é recomendada a compra de ações da empresa Iguatemi. É importante resaltar que esse é um trabalho acadêmico, dessa forma, são apenas opiniões expressas pelo autor.

BIBLIOGRAFIA

ABRASCE. Disponível em < <http://www.abrasce.com.br>> Acesso em: 26 fev. 2012.

BANCO CENTRAL. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 25 mar. 2012.

BASÍLIO, João Augusto. **Shopping center**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

BODIE, Zvi. **Finanças**. 2ª edição. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002.

BRANCO, Carlos Castello. **Setor de Shopping center no Brasil: Evolução Recente e Perspectivas**. 2007 (Estudo do BNDES)

BLOOMBERG. Provedor Internacional de Dados para o Mercado Financeiro. Cotações. São Paulo, 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. Capítulos 1,2,3,4,5 e 6.

GOMES, Henrique Ferreira. **Caracterização da indústria de shopping centers no Brasil**. 2008. (Estudo do BNDES)

MARTELANC, Roy. Et al. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson Prentia Hall, 2005.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. 2ª edição. São Paulo: Editora Globo, 2007.

RELATÓRIOS IGUATEMI. Disponíveis em < <http://iguatemi.infoinvest.com.br>> Acesso em 26 fev. 2012

WILLIAMS, John. **Shopping center: estratégia & gestão**. 1ª edição. São Paulo: Gouvêa de Souza & MD, 2008.

UNDERHILL, Paco. **A magia dos shoppings:** como os shoppings atraem e seduzem. 2ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda, 2004.

ANEXO 1

	S&P	T- Bills	Premio de Risco
2002	-22,0%	1,7%	-23,6%
2003	28,4%	1,0%	27,3%
2004	10,7%	1,2%	9,5%
2005	4,8%	3,0%	1,8%
2006	15,6%	4,7%	10,9%
2007	5,5%	4,6%	0,8%
2008	-36,6%	1,6%	-38,1%
2009	25,9%	0,1%	25,8%
2010	14,8%	0,1%	14,7%
2011	2,1%	0,0%	2,0%

Risk Premium

6,46%